

# 証券振替制度の柔軟な運用の視点

コーエンズ 久美子

- I はじめに
- II 担保制度に関する課題
  - 1 シンジケート・ローンにおける問題
  - 2 口座簿の記帳によらない担保権の設定 ー支配契約ー
  - 3 小括
- III 技術の発展と直接保有への指向 ー予備的考察ー
- IV 結びに代えて

## I はじめに<sup>(1)</sup>

今日、株式や社債等の証券が、ペーパーレス化されている場合には (dematerialisation)、証券は、金融機関や証券会社等の口座管理機関を通して保有された上で (間接保有、intermediation)、譲渡取引や担保取引がなされている。また「証券〔紙片〕」を廃止していない国においても、全ての口座管理機関が保有する証券 (自己分および顧客分) が、振替機関である中央預託機関 (CSD [central securities depository] と呼ばれる) に預託されて (immobilization)、その下で集約的に管理され、この振替機関が証券の発行者と直接に、法的関係を有するシステムが構築されてい

---

(1) 本稿執筆に関連して、ペンシルベニア大学チャールズ・ムーニー教授に多くのご教示をいただいた。ただし、本稿における誤りはすべて筆者のものである。

場合が多い。いずれにせよ投資者は、口座管理機関や振替機関を通して証券を間接的に保有する。こうした多層化された間接保有形態が、グローバルなスタンダードとなっている。

間接保有システムにおける関係者の権利義務関係は、各国の法制度の下でさまざまに構成されている。たとえば、アメリカ統一商法典（以下、「UCC」とする）第8編においては、投資者の権利は、1994年の改訂により、それまでの物権的な構成から債権的な構成に転換され、自己の口座管理機関に対する請求権（セキュリティ・エンタイトルメント）と構成されるに至った<sup>(2)</sup>。

他方、わが国においても、証券決済制度の整備が重要な課題と認識されるようになる中、2001年に「短期社債等の振替に関する法律」により振替制度が設けられ、CPの電子化が実現した<sup>(3)</sup>。次いで、振替制度の対象が社債、国債等に拡大され、さらに2004年、株式を含めた証券の横断的なペーパーレス化を実現するために、「社債等の振替に関する法律」が「社債、株式等の振替に関する法律（以下、「振替法」とする）に改められた。それが施行された2009年1月5日より、それまで株券保管振替制度を利用していた株券発行会社の株式が振替制度へ移行し、振替株式となっている<sup>(4)</sup>。

わが国の振替制度においては、たとえば株式についての権利の帰属は、振替口座簿の記録により定まると規定されている（振替法128条1項）。

---

(2) 木南敦「証券決済制度における物権法的構成と債権法的構成—統一商法典第八編による扱いについて—」『現代における物権法と債権法の交錯』（林良平先生献呈論文集）119頁（有斐閣、1998年）、森下哲朗「国際的証券振替決済の法的課題（一）」上智法学論集44巻1号1頁（2000年）、コーエンズ久美子「証券振替決済システムにおける権利の帰属と移転の理論—アメリカ統一商法典第八編の再検討を通して—」浅木慎一他編『検証会社法（浜田道代先生還暦記念）』419頁（信山社、2007年）参照。

(3) 神田秀樹監修・著『株券電子化』8頁以降（金融財政事情研究会、2008年）、神田秀樹「振替株式制度」江頭憲治郎編『株式会社法体系』163頁（有斐閣、2013年）。

(4) 神田・前掲注(3)『株券電子化』8頁以降。

振替機関等に口座を開設した投資者が、自己の口座に権利者として保有する株式等の数額を記載されることが、株券を占有していることと同視され<sup>(5)</sup>、投資者の権利を物権的に構成している点で、UCC とは対極の内容といわれている<sup>(6)</sup>。

こうした各国の実態を踏まえつつ、証券の譲渡、担保取引をより確実に円滑なものとするべく、2009年10月9日、各国法の調整を目的とする間接保有証券実質法条約（UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities. 以下、「ユニドロア条約」とする）が、私法統一国際協会（ユニドロア、UNIDROIT）において策定された<sup>(7)</sup>。ユニドロア条約策定作業は、法律構成の統一を目指すのではなく、むしろその相違を前提に、関係者の権利義務、法的ルールがもたらす「結果」を特定の法的概念を排除した中立的な言語で記述するという方針で進められた<sup>(8)</sup>。そこでは、わが国の振替制度も、アメリカ型の制度も「健全」であり、ともに「共存」できるものと理解され、評価されている。ユニドロア条約のプロジェクトに先行する形で、わが国の証券の振替制度についての法整備は完了していたため、本プロジェクトは、わが国の制度を検証し、世界に紹介する場であったともいわれている<sup>(9)</sup>。

本稿は、わが国の振替制度における担保制度に関する課題について検討することを通して、より使い勝手のよい制度のあり方や運用について考え

- 
- (5) 江頭憲治郎『株式会社法（第7版）』190頁（有斐閣、2017年）。
- (6) 神田秀樹「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論（下巻）』586頁（商事法務、2007年）。
- (7) 神田秀樹「振替証券法制に関するユニドロア条約」東京大学法科大学院ローレビュー Vol.5、169頁（2010年）、神田・前掲注（6）574頁。
- (8) Restricted Study Group on Item 1 of the Project: Harmonised Substantive Rules for the Use of Securities Held with Intermediaries as Collateral (Summary Report), <https://www.unidroit.org/english/documents/2002/study78/s-78-005-e.pdf> なお、このように間接保有される証券を本条約においては、「間接保有証券 [intermediated securities]」と称している。本稿においては、単に「証券」とし、適宜「間接保有証券」、「振替証券（振替株式）」も同義に用いることとする。
- (9) 神田・前掲注（6）585頁。

る。制度のより柔軟な運用が、コストの削減を含め実務のニーズにより適合するであろうし、また今後の技術的な展開に対する創造的な議論の基礎になると思われるからである。なお、クロス・ボーダー取引がこれからさらに増加するであろうことにも鑑み、他国における近時の間接保有に関する議論にも、簡潔ながら言及しようと思う。

## II 担保制度に関する課題

先にも触れたように、わが国における証券のペーパーレス化においては、証券の交付や占有と口座簿の記録とを同等に扱うことが、振替法全体の基本的かつ根幹的なコンセプトとなっている。証券と口座記録の等値化により、有価証券法理の機能、法律効果を継承したことは<sup>(10)</sup>、投資者の権利、とりわけ「顧客の証券を預かる」証券会社等の口座管理機関の破綻時の取り扱いを明確にする。ゆえに、投資者を保護するためには、それは明快で説得的な発想であると評価しうる<sup>(11)</sup>。しかし他方では、「占有」という概念を通じた口座記録と権利の帰属との強固な結びつきが、振替法という特別法の中で、とりわけ取引ごとに多様なニーズのある担保取引をめぐる限定的な解釈をもたらしてはいないかが、気になるところである。それは、現行制度のより柔軟で利便性の高い運用や新たな制度の受容を阻害することにもなっていないか、といった懸念へと繋がる。

以下では、このような観点から、まずはシンジケート・ローンにおける問題（複数の債権者に対する担保権の設定）について、そして次にユニドロア条約や UCC における支配契約（口座簿の記帳によらない担保権の設定）について、簡潔にこれまでの議論、取り組みなどを振り返ってみたい。

---

(10) 森田宏樹「有価証券のペーパーレス化の基礎理論」金融研究 25 巻法律特集号 39 頁（2006 年）参照。

(11) コーエンズ・前掲注（2）419 頁以降参照。

## 1 シンジケート・ローンにおける問題

### (1) 株券の代理占有、指図による占有移転と口座記録の取り扱い

振替法の下で証券に担保権を設定するためには、担保権者の質権口座への振替(質権)、または保有口座への振替(譲渡担保)を要する<sup>(12)</sup>。たとえば、株式については、「振替株式の質入れは、振替の申請により質権者がその口座における質権欄に当該質入れに係る数の増加の記載又は記録を受けなければ、その効力を生じない」とされ(振替法 141 条)、他方、譲渡担保は、担保権者の保有欄への記載・記録により効力を生ずる(振替法 140 条)。質権者、譲渡担保権者は、増額の記録がされた口座の名義人である。ところが、シンジケート・ローンにおいては、債権者・担保権者が複数であるとともに、担保権者間での優先劣後の関係や被担保債権の譲渡により担保権者の交替が頻繁に起こりうる。そのため、シンジケート・ローンの場合には、振替制度においてどのような取り扱いをすれば、当事者の合意を実現することができるのかが問題とされた<sup>(13)</sup>。

この点、株券の電子化以前には、エージェント<sup>(14)</sup>が株券を代理占有し、被担保債権が譲渡された場合は、エージェントは譲受人のために株券を占有するものと理解されていた<sup>(15)</sup>。株券が発行されている場合、質権の設定は株券の交付によってなされる(会社法 146 条 2 項)。株券の交付とは、株券の引き渡し、すなわち株券の占有を移転することであるが、現実の引

---

(12) 神田・前掲注(3)「振替株式制度」170 頁以下、山下友信編『3 会社法コンメンタール』433 頁以降〔森下哲朗〕(商事法務、2013 年) 参照。

(13) 全国銀行協会「シンジケート・ローン等における証券担保利用に関する研究会報告書」([https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news200124\\_1.pdf](https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news200124_1.pdf)) 9 頁(2008 年)、葉玉匡美「シンジケート・ローンにおける振替株式担保」NBL892 号 21 頁以降(2008 年)、樋口孝夫・押味由佳子・山辺紘太郎「シンジケートローン取引等における振替株式担保の実務上の諸問題(上)」NBL922 号、31 頁以降(2010 年) 参照。

(14) エージェントは、シンジケート・ローン契約に基づき参加金融機関から業務を委託された貸付人の代理人である。エージェント自身も貸付人である場合は、委任契約の受任者というより組合の業務執行組合員に近い、といわれている(大垣尚司『金融と法』389 頁(有斐閣、2010 年))。

(15) 全国銀行協会・前掲注(13) 5 頁。

き渡しを原則としつつも（民法 182 条 1 項）、簡易の引き渡し（民法 182 条 2 項）、占有改定（民法 183 条）、または指図による占有移転（民法 184 条）でもよいとされている<sup>(16)</sup>。さらに、民法上、同一の目的物の上に順位の異なる複数の質権を設定することが認められているから（民法 355 条及び 362 条 2 項）、エージェントの占有下にある株券について指図による占有移転により、同一の株券について時期をずらして後順位の質権者のために質権を設定するという方法が採用されていた<sup>(17)</sup>。

株券の電子化に際しては、複数の担保権者が存在することを振替口座簿に記録する方法は、債権者（担保権者）全員の共同名義の口座開設であるとされた<sup>(18)</sup>。とすると、債権者の交替が生じた場合、都度、新たな共同口座の開設が必要となる。こうした手続が煩雑であることから、従来の実務慣行を反映し、エージェント名義の口座を開設し、当該口座に担保対象である振替株式を当該口座に振り替えるという方法も検討された<sup>(19)</sup>。

しかしながら、「株式についての権利の帰属は、振替口座簿の記録により定まる」（振替法 128 条）とされていることから、「権利が帰属するのは、口座名義人」である。権利の帰属者でない者が口座名義人として示されることは、振替法上予定されていないこと、また、代理占有という概念も振替法は想定していないとされ、エージェント名義の質権欄、保有欄に振替

(16) 民法 345 条により、質権設定者を占有代理人とすること（占有改定）は禁じられている（道垣内弘人『担保物権法（第 4 版）』86 頁（有斐閣、2017 年））と解されているものの、権利質における証書の交付との関係では、占有改定も認めてよいとする見解も有力である（森下・前掲注（12）445 頁参照）。

(17) 樋口・押味・山辺・前掲注（13）34 頁、仁科秀隆「株式質の諸問題—担保株式の変容が質権の対抗力に与える影響を中心に—」金融法務事情 1944 号 58 頁（2012 年）。

(18) 同一の株式に複数の担保権者が同順位あるいは異順位で担保権を設定するためには、担保権者間で合意することにより決定するとされている（葉玉・前掲注（13）26 頁、全国銀行協会・前掲注（13）8 頁、森下・前掲注（12）453 頁以降）。この取り扱いに対しては、担保権の順位は担保権者間の合意ではなく、公示方法でもある対抗要件具備の先後によって決定されるべきもの、といった疑問も提示されている（樋口・押味・山辺・前掲注（13）34 頁以降）。

(19) 葉玉・前掲注（13）26 頁、全国銀行協会・前掲注（13）9 頁注（18）。

をしても、質権、譲渡担保権の効力は生じないと解された<sup>(20)</sup>。

たしかに、振替制度において振替業務を行う振替機関、口座管理機関が振替について誰の指示に従うか、つまり口座名義人のみが振替の指示をすることができるという根本的な仕組みは確保されなくてはならない。その他、制度上の関係者は、口座名義人を権利者として扱うことによって免責される必要がある。しかし、「口座名義人が権利者である」とする振替法の規定は、株券の占有のアナロジーであり、有体物ではない口座記録について、株券の占有と同等の効果を発生させるものである<sup>(21)</sup>。「口座記録と株券の占有の等値化」を介して、振替法は可能な限りこれまでの理論構成を継受し、従来の法律効果を維持しようと試みているのであるから、制度の運営上、考慮する点はあるにせよ、口座名義人の「占有」について、限定的に解する必要はないのではないか。よりフレキシブルに、民法上の代理占有や占有改定の規定を適用することに問題はないのではないかと思われる。

## (2) 担保権信託の利用 —セキュリティ・トラスト—

一方で、担保権を信託するセキュリティ・トラストが信託法の改正（平成18年12月15日法律108号）によって導入された。それまでは、原則的な規律として担保権者と債権者の分離は認められていなかった<sup>(22)</sup>。その理由としては、担保権は被担保債権の回収を確実にするために成立し、また、実行されるものであるにもかかわらず、担保権者と債権者が分離すると担保権の実行により獲得された資金が、債権者にとっての被担保債権の回収に当てられないことになるおそれがあり、担保権本来の趣旨に反するからであるといわれていた<sup>(23)</sup>。しかし、債権者が多数の場合、あるい

---

(20) 葉玉・前掲注(13)26頁、全国銀行協会・前掲注(13)9頁注(18)参照。

(21) 葉玉・前掲注(13)24頁。

(22) 山田誠一「セキュリティ・トラストの実体法上の問題」金融法務研究会編『担保法制をめぐる諸問題』35頁（金融法務研究会報告書(14)、2006年）。

(23) 山田・前掲注(22)36頁。

は債権者が交替する場合に、債権者と担保権者を分離し、代表者または第三者が担保権者となることが認められるならば、法律関係が複雑にならず<sup>(24)</sup>、また担保を効率的に管理することができる<sup>(25)</sup>。信託法3条は、「特定の者との間で、当該特定の者に対し財産の譲渡、担保権の設定その他の財産の処分をする旨並びに当該特定の者が一定の目的に従い財産の管理又は処分及びその他の当該目的の達成のために必要な行為をすべき旨」の契約を締結する方法で信託を設定できるとし、被担保債権と切り離して担保権を信託財産にすること、いわゆるセキュリティ・トラストを認めた<sup>(26)</sup>。

具体的には、シンジケート・ローンのエージェントを受託者として、エージェント名義の口座の質権欄に担保とする証券を振り替える。エージェント（受託者）に担保権の管理を委託するとともに、シンジケート・ローンの参加金融機関である債権者には受益者としての権利を取得させるのである<sup>(27)</sup>。債権者の交替の場合、すなわち被担保債権が譲渡された場合は、受益権が被担保債権に随伴して移転すると解される<sup>(28)</sup>。実際には、セキュリティ・トラストを成立させる信託契約の中で、受益者を、セキュリティ・トラスト成立時の債権者と定めずに、その時々々の被担保債権の債権者と定めることになろう<sup>(29)</sup>。もちろん、受益権の権利内容によって債権者間で優先・劣後の関係を作り出すこともできる<sup>(30)</sup>。ただし、受託者としての

(24) 山田・前掲注(22) 35頁。

(25) 債権管理と担保管理を巡る法律問題研究会「担保の機能再論」金融研究27巻法律特集号46頁(日本銀行金融研究所、2008年)参照。

(26) 道垣内弘人『信託法』37頁(有斐閣、2017年)。「…そのような分離が例外的に認められたのは、受益者が被担保債権の債権者であれば、担保権が被担保債権の回収のためのものであることには変わりがないからである。したがって、信託行為において、受益者が被担保債権の債権者であることが確保されていなければ、担保権信託は有効に設定されたことにはならない」とされている。

(27) 長谷川貞之『担保権信託の法理』159頁(勁草書房、2011年)。

(28) 道垣内・前掲注(26) 40頁。

(29) 山田・前掲注(22) 44頁。

(30) 長谷川・前掲注(27) 160頁。担保権信託(セキュリティ・トラスト)を設定する意義は、受託者を介在させることにより担保権者と被担保債権の債権者を分離させ、担保権の管理・実行を容易にするとともに、受託者のもとで担保権の一元的管理を可能とすること、そして、受益権を階層化することによって、

エージェントが負う責任は、受託者でない場合の責任よりも加重になるという指摘がなされている<sup>(31)</sup>。たしかに、信託制度は受託者に対する高度の信頼に依拠するものではあるから、無制限に受託者の義務を軽減することは許されないであろうが、受益者も金融取引のプロであることに照らし、合理的な範囲でその義務を限定することは許容されるべきともいわれている<sup>(32)</sup>。信託契約において、受託者の義務がより具体的に合意されることが、望ましい。

## 2 口座簿の記帳によらない担保権の設定 一支配契約一

次に、わが国の振替制度には見られない、口座簿の記帳によらない担保制度について、簡潔に紹介することにしよう。

### (1) 支配契約について

ユニドロア条約やUCC第8編では、口座簿の記帳によらない担保権の設定を認めている。これは、口座名義人（担保権設定者）、担保権者、口座管理機関の3者で、口座名義人の口座に記帳されている証券について、口座名義人の処分権を制限し、担保権者に処分権を付与することによって、実質的に担保として機能するように合意をするものであり、「支配契約（control agreement）」と呼ばれている<sup>(33)</sup>。

---

担保権自体の順位を用いることなく、債権者相互間に優先・劣後の関係を作り出すことにある（長谷川・前掲注（27）11頁）。

- (31) 葉玉・前掲注（13）26頁、長谷川・前掲注（27）160頁注（68）参照。  
(32) 谷笹孝史「セキュリティ・トラストに関する実務上の諸論点—動産担保を中心として」NBL907号56頁（2009年）。  
(33) 木南・前掲注（2）136頁、森下・前掲注（2）33頁以降、神田・前掲注（3）「振替株式制度」186頁、神作裕之「電子化された有価証券の担保化—「支配」による担保化」金融法務研究会『有価証券のペーパーレス化等に伴う担保権など金融取引に係る法的諸問題』21頁以降（金融法務研究会報告書（22）、2013年）、コーエンズ久美子「振替制度における証券および証券口座の担保化—「支配」による担保権の設定について—」山形大学法政論叢62号78頁以降（2015年）。  
*See generally, Kumiko Koens & Charles W. Mooney, jr., Securities Interests in Book-Entry Securities in Japan: Should Japanese Law Embrace Perfection by Control Agreement and Security Interests in Securities Accounts?, U.*

支配契約は、「処分権を有する」という法的状況を「支配 (control)」という概念で表現しつつ、本来、口座名義人 (担保権設定者) が有する処分権を一定程度制限し、同時にそれを担保権者に付与することで、担保物である証券を「捕捉」する仕組みである。口座管理機関が、口座簿を管理し、振替業務を行うという間接保有形態の特徴を踏まえた制度であり、口座管理機関との契約を通して、証券の処分権を担保権者に付与するものである。

このような制度については、UCC 第 8 編 1994 年改訂作業の中で、「証券に対する処分権」を利用した担保権の設定として、早くから議論されていた<sup>(34)</sup>。このアレンジメントは、アメリカでは仲介業者 (口座管理機関) が関与するレポ取引 (トライパーティー・レポ取引) において、実際に行われていたものである。口座管理機関は、レポ取引において、金利の計算等事務的なサービスを提供するとともに、貸し付けと同時に担保としての証券を債務者の口座から担保権者の口座へ振り替える<sup>(35)</sup>。ところが担保権者が当該口座管理機関に口座を有していない場合に、新たに口座を開設するのは煩瑣であり、コストもかかる。そこで、口座管理機関が担保の対象である証券を振り替えないうまま、その処分については担保権者の指示に従うことに合意するといった手法がとられるようになっていた。UCC 第 8 編は、1994 年改訂の中で、この実務を規定として条文化した<sup>(36)</sup>。

UCC8-106 条 (d) (2) は、口座管理機関が口座名義人<sup>(37)</sup>の同意なく、担保権者 (取得者) の証券を譲渡するという指示に従うことに合意してい

---

Pa. J. Int'l L. vol.38, no.3, 761 (2017).

(34) Koens & Mooney, *supra* note (33), 775-780.

(35) ICMA (International Capital Market Association) によるトライパーティー・レポ取引についての説明は、以下を参照。

<https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/repo-and-collateral-markets/icma-ercc-publications/frequently-asked-questions-on-repo/24-what-is-tri-party-repo/>

(36) UCC 第 8 編 1994 年改訂作業についての詳細は、Koens & Mooney, *supra* note (33), at 771-788.

(37) UCC 第 8 編においては、「エンタイトルメント・ホルダー」と称されている。

る場合、取得者は「支配 (control)」を有する、と規定する<sup>(38)</sup>。口座名義人が有している証券の処分権は、担保権者の処分権を前提に、一定の制限を受けることになる。担保権者の処分権が、口座名義人の同意を必要としないという点がポイントである。

一方、ユニドロア条約は1条(k)号が定める定義によれば、支配契約とは、間接保有証券に関する口座名義人(担保権設定者)と口座管理機関と第三者(担保権者)との間の合意であるか、または非条約法(国内法)が認められているときには、口座名義人と口座管理機関との間、もしくは口座名義人と、口座管理機関が通知を受け取る第三者との合意であって、次のいずれか、または双方を内容とするものである<sup>(39)</sup>。

- (1) 口座管理機関は、第三者の同意を得ることなく、当該合意がなされた証券に関する口座名義人の指示に従ってはならない。
- (2) 口座管理機関は、口座名義人の同意を得ることなく、当該合意に定められた状況において定められた事項について、第三者の指示に従わなくてはならない。

さらに12条4項(a)号およびUCC9-106条(c)項において、支配契約によって口座自体に担保権を設定することもできるとされている。

このような口座簿の記帳によらない担保制度を振替法へ導入することに関しては、口座管理機関が同意していれば振替は起きないのであり、こうした口座管理機関との合意による担保権の設定を認めても問題はないといわれている<sup>(40)</sup>。したがって、立法論として検討に値するのではないか、その場合、口座自体に担保権を設定することもファイナンス取引上便利で

---

(38) コーエンズ・前掲注(33) 78頁以降参照。

(39) *See generally*, HIDEKI KANDA, ET AL., OFFICIAL COMMENTARY ON THE UNIDROIT CONVENTION SUBSTANTIVE RULES FOR INTERMEDIATED SECURITIES, 83 (2012). 担保権者が口座管理機関である場合は、口座名義人が担保とすることに合意するだけであり(12条(1)項(a)号)、「自動パーフェクション (automatic perfection)」と呼ばれる。

(40) 神田・前掲注(3)「振替株式制度」186頁。

あるから、併せて検討することが望ましいと論じられており<sup>(41)</sup>、このような観点から、「支配契約」について検討がなされて来たところである<sup>(42)</sup>。

具体的には、振替法の条文に支配契約についての規定を加えるだけでは足りない。たとえば、振替法は振替の申請について口座に減額の記録がされる口座名義人が、口座管理機関に対して行うものと規定しているため、異なる内容の取り決めを口座管理機関との間でできることを明確にする必要がある。この点、先のユニドロア条約は、口座管理機関の行為義務として、口座名義人の有する間接保有証券について口座名義人以外のいかなる者の指図にも拘束されてはならず、また、その指図に効力を与える権限を有してはならないとしつつ（23条1項）、この義務は支配契約に基づく担保権者（口座管理機関を含む）の権利に服すると明記している（23条2項（b）号）ことが、参考になろう<sup>(43)</sup>。

しかしながら、立法に向けての議論は、具体的な動きがないまま今日に至っている。一つには、振替法における現行の担保制度との競合が懸念されてきた<sup>(44)</sup>。しかし、質権については担保権者の質権欄への振替、譲渡担保であれば担保権者の保有欄に振替がなされるのに対し、支配契約においては口座の振替はなされない。支配契約による担保権が設定されても、口座名義人は合意の範囲内で証券の処分権（担保権の設定を含む）を有するから、その範囲でなされた振替による質権、譲渡担保の設定は有効であり、支配契約による担保権の設定とは競合しない。口座管理機関が支配契約に反する振替を行った場合は、口座の記帳がなされた証券の取得者は、善意無重過失である限り保護され、支配契約における担保権者は口座管理

---

(41) 神田・前掲注(3)「振替株式制度」186頁。See, Koens & Mooney, *supra* note (33), at 802-816. 支配契約においては、特定の証券を担保とすることもできるし、口座自体の担保化、すなわち口座名義人の証券の取得、処分の結果として増減する証券の総額に対して担保権を設定するためには、この方法によることになる。

(42) 神作・前掲注(33) 21頁以降、コーエンズ・前掲注(33) 83頁以降。

(43) 神作・前掲注(33) 23頁注(21) 参照。

(44) 神作・前掲注(33) 30頁。

機関への損害賠償を請求することになる。

おそらく、現行制度とのすりあわせは、それほど大きな問題とはいえないのではないかと。より本質的な理由は、現行制度の基本的な考え方、「占有」や「所有権」といった概念とそれらを基礎とした法律構成とは異なる、あるいは乖離しているという違和感、距離感にあるのではないかとと思われる<sup>(45)</sup>。また、そもそも証券担保の利用が、金融取引全体の中では少ないということから、制度導入のモチベーションが低いのかもかもしれない。しかし、近時の動産・債権担保法制についての全般な再考の動きからすれば<sup>(46)</sup>、担保取引の多様化について検討されることが望ましいと思われる。

## (2) 担保のための信託

現行制度の下で、支配契約と同様のアレンジメントを望むのであれば、信託の利用が考えられる。つまり、支配契約による担保権の設定を、口座管理機関に「証券（財産）を一定の目的に従い管理することを委託するもの」と捉えれば、信託を利用することにより同様の取り決めが可能になると思われる。

信託法 2 条によれば、信託とは、「特定の者が一定の目的に従い財産の管理又は処分及びその他の当該目的の達成のために必要な行為をすべきもの」とされている。担保権設定者（委託者）が自己の証券を受託者に信託財産として譲渡する信託契約を締結し（信託法 3 条 1 号）、支配契約に即した証券の取り扱いを信託契約の内容として設定する。支配契約では、先に見たとおり、証券の処分についていくつかの定め方が可能であるが、一般的には一定の制限の下で担保権設定者が証券（信託財産）に対する処分

---

(45) 森下哲朗「間接保有証券法制を巡る欧米の状況と日本法の課題」金融法務研究会『有価証券のペーパーレス化等に伴う担保権など金融取引に係る法的諸問題』64 頁（金融法務研究会報告書（22）、2013 年）。

(46) 公益社団法人商事法務研究会が主催する「動産・債権を中心とした担保法制に関する研究会」が発足し、動産・債権等の担保に関する法律関係を明確にし、法制度をより合理的なものにすることを目的とした基礎的研究を開始している。<https://www.shojihomu.or.jp/kenkyuu/dou-tanpohousei> 参照。

権を有しており、受託者は担保権者に加えて担保権設定者のためにも信託財産を管理すると定めることになる。すなわち、当該信託においては、担保権設定者も受益者となるが、担保権者である受益者とは内容の異なる受益権を有するということを定めることになる。

(i) 信託の設定について

まずは、口座名義人（担保権設定者・委託者）が自己の口座から受託者の口座に証券を移転させる。もし爾後も、当該口座名義人が取得する証券を信託財産とするのであれば、別途自己の口座管理機関との間で、自動的に証券が移転されるよう取り決めておく必要がある。たとえば、株式を信託財産とするのであれば、振替法 142 条 1 項により、受託者の口座に株式を振り替えた上で、信託財産である旨の記録をする必要がある。この場合、信託は、担保のために設定されるが、信託財産は株式に対する担保権ではなく、株式自体である。したがって、株式が、受託者の保有口座へ振り替えられることになる（社債、株式等の振替に関する法律施行令 33 条 2 項 3 号）。

受託者は、支配契約における口座管理機関と同様の合意に即した証券の管理を行うことになる。実際には、証券の処分権自体は、受託者に移転しているから、処分に関する指示についての取り決めが必要となる。たとえばユニドロア条約に則して、(1) 担保権設定者（委託者・受益者 a）が受託者に処分の指示をする際には担保権者（受益者 b）の同意を必要とする、(2) 受託者は担保権設定者（受益者 a）の同意を得ることなく、一定の事項について、担保権者（受益者 b）の指示に従わなくてはならない、といった取り決めをし、それに従った管理を行うことになる。

また株式であれば、発行会社の株主名簿に株主として記録されているのは、受託者である。しかし、実質的な株主は受託者ではないから、担保権設定者（受益者 a）と担保権者（受益者 b）との間で、会社に対する株主としての権利はどちらが行使するのか、議決権行使の指示などについて、取り決めをしておく必要もある。

(ii) 担保権設定者破綻時の取り扱い

このような支配契約の内容を実現するための信託は、実質的には、担保目的のものである<sup>(47)</sup>。とすると、受益者 a について更生手続が開始された際には、やはり受益者 b を更生担保権者として取り扱う必要があると思われる。そのためには、当該信託が「担保のための信託」であるとして、管財人の側で以下のことを主張することになるといわれている<sup>(48)</sup>。

- (1) 受益者 b の有している受益権の内容が、担保目的のものに過ぎないこと。
- (2) 信託財産について、受益者 b の有する担保目的の利益を除いた利益は、受益者 a が保持していること。

まずは、被担保債権の存在を明らかにした上で<sup>(49)</sup>、受益者 a および受益者 b のそれぞれの受益権の内容から、上記 (2) そして (1) を主張することになる。支配契約は、基本的に口座名義人である担保権設定者に、証券に対する一定の処分権は留保されているから、(2) については認められやすいと思われる。

### 3 小括

シンジケート・ローンにおいて担保権の信託（セキュリティ・トラスト）は、実際に利用されている。また本稿における説明は序説的、概括的なものにとどまってはいるものの、支配契約の代替として信託の利用が可能であることは示せたのではないかと思う。それでも、一つには、振替法の下で、口座名義人は他人のために証券を保有することはできないのか、という根本的な疑問は残る。

振替制度の柔軟な運用の視点として、「口座名義人が他の者の代理人として行動している場合に、当該他の者、すなわち本人の物権的権利を承認

---

(47) 道垣内弘人「担保としての信託」金融法務事情 1811 号 29 頁（2007 年）。

(48) 道垣内・前掲注（47）29 頁。

(49) 道垣内・前掲注（47）30 頁。

することの有用性」が、早くから示唆されていた<sup>(50)</sup>。実際、先述の通り、シンジケート・ローンにおいて、セキュリティ・トラストの受託者ではない場合でも、エージェント名義の口座で、株券の代理占有と同様に振替株式を債権者のために管理できるかについて検討がなされた<sup>(51)</sup>。しかし、こうした理解は受け入れられてきていない。振替法は代理占有を想定していないとする、このときの議論が、その後の株券の「占有」のアナロジーとしての口座記録の意義、そこで「占有」についての解釈を方向付けたのかもしれない。

たしかに、振替株式の権利を取得するためには口座簿への記帳を得る必要がある。しかし、ある口座名義人が譲渡記録を得た場合、当該口座名義人が真の権利者であるかどうかについては「権利を適法に有するものと推定」するのみであり、実質的な権利関係を立証して、第三者が真の権利者であることを主張することが排除されているわけではないのではないか、との見解が示されている<sup>(52)</sup>。この見解によれば、振替法は、代理占有や占有改定について規定していないのであるから、民法の適用を認める柔軟な解釈が可能となるとも考えられる。

そしてこのような解釈は、支配契約に対する違和感や距離感も少しは縮小させることに繋がるかもしれない。つまり支配契約とは、担保権設定者（口座名義人）の口座に証券を残したまま（担保権設定者が証券を占有）担保権者にその処分権を付与するものであり、動産譲渡担保に類する状況とも捉えられる。担保権設定者が、自己の口座の証券を爾後、担保権者の代理人として占有している、と説明されうる<sup>(53)</sup>。

(50) See, Charles W Mooney, Jr., *Law and Systems for Intermediated Securities and the Relationship of Private Property Law to Securities Clearance and Settlement: United States, Japan and the UNIDROIT Draft Convention*, 35, 121 (IMES Discussion Paper Series, Discussion Paper No. 2008-E-7).

(51) 葉玉・前掲注(13) 26頁全国銀行協会・前掲注(13) 9頁注(20)。

(52) 森下・前掲注(45) 64頁。See, Koens & Mooney, *supra* note (33), at 809.

(53) 本文とは異なり、支配契約を、口座管理機関を含めた「3者間の合意」として説明することもできよう。つまり、口座管理機関を民法181条の規定する口座名義人の代理人と捉えれば、口座名義人（本人）は、口座管理機関（代理人）

さらにもう1点、口座管理機関と口座名義人の法的関係は、どのように位置付けられているのだろうか。これについては、振替法上、口座管理機関が口座簿を開設することや振替業務などについての規定は置かれているものの、私法的には議論の少ないところである。振替制度における証券については、要物契約である寄託契約と性質決定することはできず、口座名義人の振替申請に基づいて、口座簿の記録を行うことにより口座名義人の権利を管理することを内容とした委任契約と捉えることになろうといわれている<sup>(54)</sup>。とすると、この口座名義人の権利の管理の仕方や、振替申請について条件をつけること、すなわち第三者の同意を必要とするなど、支配契約の内容を当事者間で合意することに問題はないと思われる<sup>(55)</sup>。

従来、振替申請の手続きに関する規定などは、振替制度の運営、インフラとしての規定であるとの観点から、意識的かはともかく、監督法的なとらえ方がなされていたようにも思われる。しかし、振替制度は、証券の管理を目的とした委任契約でもある。このような観点からは、基本的には当事者間の合意が規律すると考えてよい。ゆえに、より自由な取り決めができる、より柔軟な解釈、運用をすることができると、まずは確認したいところである。

---

を通して振替証券の占有権を取得していると表現することもできよう。とすれば、支配契約は、民法184条に基づく代理人（口座管理機関）に対する指図による占有移転に類似する状況と捉えられ、担保権者が代理人を通して占有権を取得することになるとも考えられる。Koens & Mooney, *supra* note (33) at 805.

(54) 森田・前掲注(10) 54頁。

(55) ちなみに、間接保有証券以外の動産担保について、国連国際商取引委員会(UNCITRAL)は「担保取引に関するUNCITRALモデル法(UNCITRAL Model Law on Secured Transactions)を2016年に採択した。このモデル法は、担保権の設定、第三者対抗力と優先順位、それを支える登記制度等について、効率のかつ現代的な法的規律のモデルを提供しようとするものである。その中でも、無券面の非間接保有証券および銀行口座に関して、コントロール合意(支配契約、Control Agreement)についての定義が置かれ、「コントロール合意」によって担保権の設定ができることが定められている(モデル法25条(b)および27条(b)) (曾野裕夫・山中仁美「担保取引に関するUNCITRALモデル法の対訳(1)」北大法学論集68巻1号268頁以降)。

証券を利用した担保権設定のニーズについて、実務の立場を考えれば、法的安定性に加え、最も考慮する点は、「コスト」であろう。質権や譲渡担保権設定のための口座振替はコストがかかる。ましてや、シンジケート・ローンについて議論されたように共同名義口座を債権者の交替の都度、新たに開設、振替を行うことは高コストな取引となろう。

これまで見たように、現行制度の枠組みを前提としても、証券を利用した担保権設定のニーズには、信託を使ったアレンジメントによっても、応じることができる。一方で、信託の設定もコストがかかる。

先に検討したような代理占有の構成が認められるようになれば、あるいは支配契約における担保権の設定が可能となれば、(口座管理機関との合意に一定のコストはかかるであろうが)振替を要しなくなる。その分、手続的、事務的なコストの削減が、図られるようになり、証券の担保取引がいつそう利用しやすいものになると思われる。

### Ⅲ 技術の発展と直接保有への指向 ―予備的考察―

最後に、近時注目を集めている分散台帳技術を含めた他国における間接保有形態に関する議論を紹介しつつ、本稿を締めくくることとしたい。

昨今、証券取引、決済や保有をめぐる議論は、分散台帳技術(distributed ledger technology: DLT)の利用可能性の議論に端を発している。分散台帳技術は、現行の集約的な特定の台帳管理者(CSD)によらない複数の分散型での台帳管理を可能とする技術である。その技術を用いれば、顧客の利便性に優れた、システム運用が低コストで効率的に行われうる可能性があるのではないかと、各国において模索されるようになり、熱心な検討が続けられている<sup>(56)</sup>。

---

(56) わが国においても、日本取引所グループが精力的な実験とその成果報告を公表している。JPX ワーキング・ペーパー Vol.15「金融市場インフラに対する分散型台帳技術の適用可能性について」、Vo.22「約定照合業務におけるブロックチェーン(DLT)適用検討」、Vol.26「証券業界におけるブロックチェーンの活用に向けた検討とオープンイノベーションの推進」など。<https://www.jpex.co.jp/corporate/research-study/working-paper/index.htm> 参照。

わが国においては、現行の振替法を所与として、分散台帳技術を利用することが可能かという観点から、詳細な分析、検討がなされた<sup>(57)</sup>。現行制度では特定の投資者（加入者・口座名義人）の情報、振替申請等は特定の口座管理機関が保有、管理しているのに対し、分散台帳技術を利用した場合には、こうした情報は共有されることになり、また振替も特定の口座管理機関に対して申請する必要もなくなることが指摘されている<sup>(58)</sup>。分散型の管理システムの特徴を、どのように活用するか、あるいは制限するかは今後議論が必要な部分である。なお、証券発行者が分散台帳上の記録を閲覧できるものとなれば、現行制度上の総株主通知や個別株主通知は不要となり<sup>(59)</sup>、投資者の利便性の向上と決済制度の効率化につながるようになるだろう。

一方で、目下、間接保有についてわが国とは異なる法律構成を有する国々、たとえば口座名義人の権利について異なるアメリカ（セキュリティ・エンタイトルメント）やイギリス（信託受益権）においては、分散台帳技術の利用可能性とともに、多層構造の「間接保有」そのものに対する厳しい批判がなされるようになって来ている<sup>(60)</sup>。幾重にも繋がる間接保有に

---

(57) 日本銀行金融研究所『『証券取引における分散台帳技術の利用を巡る法律問題研究会』報告書—証券決済制度と分散台帳技術—』（2017年）。

(58) 日本銀行金融研究所・前掲注（57）14頁以降。

(59) 日本銀行金融研究所・前掲注（57）45頁以降。

(60) See, e.g., Eva Micheler, *Transfer of Intermediated Securities and Legal Certainty*, in *TRANSNATIONAL SECURITIES LAW* 117-43 (Thomas Keijsers ed., 2013); David C. Donald, “*Heart of Darkness*”: *The Problem at the Core of the US Proxy System and its Solution*, 6 *Va. L. & Bus. Rev.* 41 (2011); Eva Micheler, *Custody Chains and Asset Values: Why Crypto-Securities Are Worth Considering*, 74 *Cambridge L.J.* 505 (2015); George S. Geis, *Traceable Shares and Corporate Law*, 113 *Nw. U. L. Rev.* 227 (2018); Delphine Nougayrède, *Towards a Global Financial Register? The Case for End Investor Transparency in Central Securities Depositories*, 4 *J. Fin. Reg.* 276, 284-91 (2018); Frederico Panisi, Ross P. Buckley, & Douglas Arner (PB&A), *Blockchain and Public Companies: A Revolution in Snare Ownership Transparency, Proxy-voting and Corporate Governance?*, 2 *Stan. J. Blockchain L. & Pol.* 1, 29-30 (2019); David C. Donald & Mahdi H. Miraz, *Restoring Direct Holdings and Unified Pricing to Securities Markets with Distributed*

においては、投資者にとっても証券発行者にとっても法的関係や実務的な取り扱いに不透明なところが多く、投資者の権利が口座管理機関等を介して適切に行使されているのか不明な部分もある。証券の保有状況の透明性を確保し、証券発行者と投資者の直接的な保有関係を指向する議論が盛り上がりつつある。

かねてより認識されてきたところではあるが、間接保有形態においては、口座管理機関の業務上のミスや破綻のリスクを投資者は負っており、そのリスクはクロス・ボーダー取引における複数のカストディアンとのつながりの連鎖でよりいっそう大きくなる<sup>(61)</sup>。また、たとえば株式に関していえば、株主が株式発行者と直接的な関係を有する仕組みは、株主が議決権を始め直接発行会社に対して権利を行使することを可能とするし、また実質的な株主の情報が適切に開示されることは、マネー・ロンダリング対策として極めて重要であり、公益に資することが指摘されている<sup>(62)</sup>。

実のところ、こうした問題は、わが国の振替制度においては解決されているところが多い。投資者についての情報は、総株主通知など口座管理機関等を通して、証券発行者が把握する仕組みが制度の中に組み込まれてい

---

*Ledger Technology* (March 14, 2019), The Chinese University of Hong Kong Faculty of Law Res. Paper No. 2019-05, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3352293>; Charles W. Mooney, Jr., *Beyond Intermediation: A New (FinTech) Model for Securities Holding Infrastructures* (Aug. 29, 2019), U. Pa. Inst. for Law & Econ. Res. Paper No. 19-32 (2019), available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3444269](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3444269). こうした議論について簡潔に紹介しつつ、直接保有の可能性を考察したものとして、コーエンズ久美子「証券の間接保有における投資者のリスクと分散型台帳技術の利用について・序説」柏木昇他編『国際取引の現代的課題と法（澤田壽夫先生追悼）』379頁以降（信山社、2018年）。また抵触法の観点から検討するものとして、嶋拓哉「抵触法の観点からみたペーパーレス証券決済」千葉恵美子編『キャッシュレス決済と法規整』414頁以降（民事法研究会、2019年）。

(61) Micheler, *Custody Chains*, *supra* note (60), at 508-523; Mooney, *supra* note (60), at 32-34.

(62) Nougayrède, *supra* note (60), at 301-305, 311.

\* 本稿は、科学研究費補助金・基盤研究（C）（課題番号 18K01329）による研究成果の一部である。

る。しかし、留意すべきは、(論者によりさまざまな提案がなされているが) 投資者と証券発行者の直接的な関係を構築する制度、いわゆる「直接保有」を指向する提案が、分散台帳技術とともに議論されていることであろう。クロス・ボーダー取引がこれからますます増加していく中で、他国の証券取引制度が変容していくことになれば、しかも顧客の利便性が高く、安全で効率的、そして低コストのシステム運用が新しい技術の利用により可能となることによってそのような変容が引き起こされるのであれば、わが国制度の内生的な要因にかかわらず、そのような変容は、わが国の制度のあり方にも大きな影響を及ぼすことになると思われる。

#### IV 結びに代えて

振替法に基づくわが国の証券振替制度が、関係機関の尽力により、堅牢、安全なシステムとして機能してきている中、本稿は、振替制度のより柔軟な運用の方向性を指向した。世界的に日進月歩で進んでいる技術開発を顧みれば、このような技術の利用推進についての議論は今後さらに熱心に展開されることになろう。それに伴って、振替法についてのより柔軟な解釈がいっそう必要とされるようになるかもしれないし、さらに進んで立法的な措置の検討が求められるようになるかもしれない。諸外国の動きを注視しつつ、よりいっそう洗練された制度について、検討を進めていきたい。